

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

---

# Des Procédés d'Émission suivis

DANS LES

## Emprunts d'États les plus Récents

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT

*Présentée et soutenue le Mercredi 12 Février 1908, à 2 heures 1/2*

PAR

**René DUFLLOT**

---

*Président : M. ALGLAVE, professeur*  
*Suffragants* { *MM. PERREAU, professeur*  
*TRUCHY, professeur*

---

PARIS V.

**V. GIARD & E. BRIÈRE**

LIBRAIRES-ÉDITEURS

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER

---

1908



THÈSE  
POUR  
LE DOCTORAT



FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

---

# Des Procédés d'Émission suivis

DANS LES

## Emprunts d'États les plus Récents

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT

*Présentée et soutenue le Mercredi 12 Février 1908, à 2 heures 1/2*

PAR

**René DUFLLOT**

---

*Président : M. ALGLAVE, professeur*  
*Suffragants { MM. PERREAU, professeur*  
*TRUCHY, professeur*



---

PARIS V°

**V. GIARD & E. BRIÈRE**

LIBRAIRES-ÉDITEURS

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER

---

1908

**La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.**

# DES PROCÉDÉS D'ÉMISSION

suivis dans les Emprunts d'États les plus récents

---

## INTRODUCTION

A une époque où les emprunts suivent en quelque sorte une progression constante, il est du plus haut intérêt de rechercher quel est le mode le plus économique et le meilleur, pour qu'un Etat soit à même de se procurer par voie d'emprunt les fonds dont il peut avoir besoin.

Au cours de cette étude nous laisserons presque entièrement de côté la partie historique. Une foule d'auteurs ont commenté l'histoire économique des nations les plus importantes, et ont fait remarquer que les questions financières sont d'origine toute

récente. Avant le xix<sup>e</sup> siècle elles préoccupaient bien peu les esprits.

Sans doute il y avait bien eu quelques précurseurs des financiers futurs, comme Law au xviii<sup>e</sup> siècle : à cette époque ces précurseurs étaient des révolutionnaires. Au xix<sup>e</sup> siècle il n'en fut plus de même, une foule d'économistes, avec des conceptions fort différentes, apparurent, qui changèrent, il faut le reconnaître, l'ordre des choses.

Ce sont ces différentes conceptions, qui ont été mises en pratique dans tel ou tel Etat, que nous n'étudierons pas. Nous ne pourrions répéter que ce qui a déjà été dit bien des fois avec beaucoup plus d'autorité. De plus dans une thèse de M. Albert Delamotte, soutenue devant la Faculté de Droit de Paris le 28 juin 1901, on peut trouver l'histoire assez détaillée des emprunts en France. Ce n'est pas le même genre d'études que nous nous sommes proposé. Non, nous avons cru qu'en observant les faits les plus récents, nous pourrions chercher à déterminer la tendance actuelle dans la pratique, celle par conséquent d'un intérêt immédiat. C'est donc par l'examen des principaux emprunts d'Etat les plus récents, ceux émis à l'aurore de ce xx<sup>e</sup> siècle, que

nous chercherons à donner une solution à ce problème de l'émission la plus avantageuse.

Il ne faut cependant pas oublier que ce n'est qu'une tendance que nous cherchons, et non une règle absolue : ceci serait complètement impossible car tout dépend d'une foule de circonstances, de facteurs qui nous sont inconnus, que l'avenir seul pourra déterminer.



Digitized by the Internet Archive  
in 2026

# Première partie

## Des différents procédés d'émission

---

Avant d'aborder l'étude des faits en eux-mêmes, il est intéressant de remarquer que les modes d'émission d'emprunts d'Etat n'ont pas varié à l'infini. Plusieurs systèmes ont été proposés et expérimentés, et les différentes méthodes d'émission rentrent dans ces systèmes, au moins sous un certain rapport. On peut en distinguer quatre :

Dans un premier système le gouvernement prend des intermédiaires entre lui et la généralité des capitalistes. Il conclut avec de grandes maisons de banque des traités avec ou sans publicité, avec ou sans concurrence.

Dans une autre méthode, le gouvernement supprime tout intermédiaire entre l'Etat et le capitaliste en procédant par souscription publique.

L'Etat peut encore avoir recours au système dit du « Robinet » et écouler peu à peu à la Bourse ou par l'entremise des agents du Trésor, des titres de rente au cours du moment.

Enfin il existe un quatrième procédé, préconisé par M. Paul Leroy-Beaulieu et toute une série de financiers, qui, combinant le système de la souscription publique et le système de l'adjudication, réunit selon eux « les avantages des deux méthodes, sans avoir les inconvénients de l'une ou de l'autre » pour me servir des mots mêmes du célèbre économiste.

La première idée de ce système vient d'Amérique. L'usage dont on ne s'est départi qu'une ou deux fois au plus fort de la guerre civile et pour des besoins urgents, est que le secrétaire de la trésorerie doit faire publier dans les journaux la somme dont il a besoin, l'intérêt maximum qu'il peut offrir, et la date jusqu'à laquelle il recevra les propositions.

On donne satisfaction par préférence à ceux qui dans leurs conditions demandent l'intérêt le moins élevé.

Quelquefois l'adjudication dépend de la majoration que les souscripteurs offrent sur le pair. M. Sheemann en 1878 plaça un demi-milliard 4 0/0 à 101,50.

C'est un peu contre cette conclusion de M. Leroy-Beaulieu, que nous citions tout à l'heure, et qui nous paraît légèrement optimiste, que nous dirigerons cette étude, à l'encontre de M. Albert Delamotte, qui, dans sa thèse de 1901, nous paraît s'y être complètement rallié.

Nous croyons, en effet, pouvoir démontrer que rien n'autorise à donner la préférence à une méthode d'émission qui a eu un certain succès théorique en 1875, et qui depuis n'est pas du tout passé dans la pratique générale.

M. Leroy-Beaulieu, dans la dernière édition de son remarquable traité de la *Science des Finances*, a du reste soin de nous dire, que sa conception de la souscription-adjudication n'est pas une simple théorie, que pratiquement elle a été très souvent appliquée en Angleterre, dans la Nouvelle-Zélande, soit pour un emprunt métropolitain de 1.250.000 livres sterling qui fut émis en mai 1877 par la cité de Londres, soit pour un emprunt de 2.500.000 livres sterling de la ville d'Auckland.

En effet il y a eu des exemples de ce procédé. On y a même eu recours récemment pour des emprunts anglais. Fin novembre 1900, la Banque d'Angleterre fut autorisée à recevoir les souscriptions de

3.000.000 de livres sterling de bons 3 o/o de l'Echiquier remboursables au pair dans les cinq ans. Il n'y avait pas de minimum d'émission de fixé. Cet emprunt se faisait en vertu des pouvoirs reçus par le chancelier de l'Echiquier en juillet et formait la solde de l'émission de 13.000.000 de livres sterling qu'il avait été autorisé à émettre.

Il fut émis par le procédé de la souscription-adjudication, ne fut que deux fois couvert, et les souscriptions de 97 livres sterling 18 shilling reçurent environ 65 o/o de leurs demandes. Les conditions n'étaient donc pas aussi favorables que pour les emprunts précédents émis au taux minimum de 98 o/o. Elles le furent encore moins dans l'emprunt suivant, auquel il fut procédé le 11 février 1901 en vertu d'une autorisation donnée par le Parlement en décembre 1900. Les souscriptions faites au prix de 97 livres sterling 2 shillings reçurent en effet une partie de leurs demandes. C'est à ce moment que certains financiers anglais considérant que le placement revenait à un taux d'intérêt un peu supérieur à 3 1/2 o/o condamnèrent les souscriptions par voie de soumission, c'est-à-dire par souscription-adjudication en déclarant qu'elles avaient fait leur temps.

Faut-il donc voir là la méthode idéale d'émission,

même la méthode actuellement la plus pratique ? Pourquoi tous les grands Etats n'y ont-ils pas recours ? Pourquoi a-t-elle été laissée de côté dans les principaux emprunts les plus récents ? Le fait est là ; où doit-on en chercher la cause ?

Selon nous, un des gros inconvénients de la souscription-adjudication vis-à-vis de la masse des prêteurs est de réclamer une certaine initiative de la part du capitaliste. Il faut, en effet, une part beaucoup plus grande de volonté personnelle dans une souscription-adjudication, que dans une souscription publique pure et simple. Dans cette dernière, en effet, le taux est fixé d'avance ; tandis qu'avec l'autre procédé, c'est au prêteur qu'il appartient de le fixer ou tout au moins de l'évaluer.

Ceci demande un effort d'intelligence qui doit pour une personne en particulier être chose de peu d'importance, mais qui peut être un sérieux obstacle pour l'universalité des capitalistes.

Sans doute la souscription-adjudication a de gros avantages sur le procédé d'émission qui consiste pour un gouvernement à traiter purement et simplement à l'amiable avec une grosse maison de banque. Le marché de gré à gré laisse le champ libre à toutes les malversations, à tous les détournements

au préjudice des caisses publiques. Il est toujours très onéreux pour l'Etat et ne se justifie que lorsque celui-ci a un crédit très ébranlé et qu'un besoin pressant d'argent se fait sentir.

Dans ce cas, les banquiers prenant l'emprunt à leur compte, le garantissent et moyennant un prix ferme librement discuté et consenti de part et d'autre, par eux et les représentants de l'Etat, ils prennent toute la responsabilité de l'affaire commerciale, qui consistera pour eux à écouler les titres dans le public. Ils assurent l'emprunt, car ils en garantissent à leurs risques et périls, le placement intégral à un taux déterminé : celui consenti par eux dans le marché conclu. Ils font même encore plus que d'assurer l'emprunt, ils l'escomptent en totalité ou en partie en faisant à l'Etat l'avance des fonds que les capitalistes, que les futurs rentiers ne paieront généralement qu'avec des délais.

Malgré ces avantages que le marché de gré à gré partage du reste pour la plupart avec le procédé de l'adjudication, comme nous le verrons plus loin, justement à cause des conditions très onéreuses dans lesquelles ces emprunts furent ordinairement faits, nous n'en trouvons en France que peu d'exemples. Sous la Restauration, de 1816 à 1818, où des emprunts

furent concédés à des maisons de banque à un taux extrêmement bas, depuis 52 fr. 50 jusqu'à 67 maximum, pour du 5 o/o c'est tout dire. Les maisons anglaises Baring et Hope auxquelles furent concédés ces emprunts sans concurrence, virent leur argent placé à 9 o/o. En 1870 l'emprunt Morgan fut contracté le 24 octobre par le gouvernement de la Défense Nationale avec MM. J. Morgan et C<sup>o</sup> de Londres pour un capital de 250 millions en obligations de 500 fr. 6 o/o.

Dans la pratique, le marché de gré à gré reste donc une exception, si toutefois nous lui conservons le sens un peu usuraire que ce procédé comporte. Il nous semble impossible en effet d'analyser les particularités qui distinguent un marché de gré à gré d'une adjudication sans concurrence et sans publicité. C'est le sens général des deux procédés qui diffère, car, à proprement parler, de nombreux emprunts concédés à des maisons de banque dans ces dernières années, ressemblent fort à des marchés de gré à gré, et auraient même fort probablement les caractères d'une opération usuraire, si la prospérité financière et l'abondance relative des capitaux disponibles n'avaient pas été ce qu'elles ont été et ce qu'elles sont. C'est cette prospérité financière qui a per-

mis aux Etats d'emprunter dans de bonnes conditions.

A l'appui de notre dire nous pouvons citer l'emprunt de 60 millions de livres sterlings émis en Angleterre fin avril 1901. Sur ces 60 millions de livres sterlings, 30 millions furent pris ferme par un syndicat de banquiers de la Cité. Or, on reprocha au chancelier de l'Echiquier d'avoir vendu ces 30 millions au syndicat dont faisait partie le syndicat Morgan, car l'on crut qu'une partie de cette somme était destinée d'avance à l'étranger.

Sir Michael Hicks-Beach répondit que ces 30 millions avaient été répartis comme suit : 11 millions aux Rothschild de Londres, 10 à M. Morgan, 9 à la Banque d'Angleterre. Pour le détail on sut seulement que 500.000 livres sterlings avaient été remises au secrétaire pour l'Inde et 2 millions au commissaire pour la réduction de la dette nationale. Les demandes des colonies et de l'étranger ayant été faites par des agents de Londres, il est à peu près impossible de savoir quelle destination reçut l'autre partie de l'emprunt.

Le système dit du « Robinet » a beaucoup d'avantages, car supprimant l'intermédiaire entre l'Etat et le prêteur, il permet d'écouler les titres à leur valeur

réelle ou à peu près. Malheureusement ce mode d'émission à jet intermittent, qui a surtout été employé pour l'émission des obligations de chemins de fer, ne peut être utilisé que pour des emprunts relativement peu importants, car il exige que le public dans lequel l'emprunt doit se classer ait l'argent disponible.

Il faut plusieurs conditions pour que ce procédé d'émission réussisse. La bourse doit être relativement calme, l'argent disponible abondant, enfin la valeur connue du public. Si ces conditions sont remplies, et si le chiffre de l'emprunt n'est pas trop élevé, il ne faut pas hésiter, et l'Etat doit avoir recours à cette méthode économique.

Dans les emprunts d'Etat de ces dernières années, il est assez difficile de trouver des exemples de ce genre d'émission faits sous une forme absolument pure. Il est surtout difficile d'analyser l'emprunt lui-même pour savoir si on se trouve en présence d'une adjudication ou d'une émission selon le procédé dit du « Robinet ».

Voyons d'abord comment on peut distinguer les deux modes. Dans les deux cas il peut se faire que les titres de rentes soient écoulés successivement aux guichets d'une ou de plusieurs banques,

mais il y aura adjudication si les banquiers ont pris l'emprunt ferme : la vente aux guichets sera alors pour eux uniquement le moyen d'écouler leur marchandise, du reste à leurs risques et périls. Si, au contraire, les banquiers se contentent de toucher une commission, la nature du mode d'émission sera tout autre : nous serons alors en présence du procédé dit du « Robinet ». L'Etat se servira simplement de la banque comme intermédiaire, comme courtier, il empruntera ses guichets pour écouler ses titres.

Pratiquement cette distinction est fort difficile à faire, car les conventions des parties contractantes ne sont pas souvent connues officiellement. C'est ce qui arrive pour l'emprunt intérieur 6 o/o de la Province de Buenos-Ayres, emprunt tout récent introduit sur le marché en banque au comptant le 29 avril 1907 aux environs de 96 o/o. Garanti par certaines recettes budgétaires, il fut négocié aux guichets de la Banque de l'Union Parisienne.

En novembre 1904 un syndicat de banquiers, qui s'était déjà chargé de la dernière émission Japonaise, lança un nouvel emprunt du montant nominal de 12 millions de livres sterling. Ce syndicat se composait de la Hongkong and Shanghai banking Corporation, Parr's bank et Yokohama specie bank pour

Londres ; le groupe New-Yorkais comprenait : Kuhn, Loeb and compagnie, National City bank et National bank of Commerce. L'émission fut facile sous forme de bons 6 o/o remboursables au plus tôt après le 15 avril 1907, et au plus tard avant le 5 octobre 1911, à 90 1/2 o/o, ce qui, étant donné le bref remboursement de l'emprunt, portait l'intérêt à près de 8 o/o, taux un peu usuraire et qui n'apporta pas, paraît-il, grande satisfaction à l'opinion publique japonaise. Or, pour l'émission de cet emprunt qui fut fait aux guichets des différentes banques du syndicat formé, ce syndicat toucha une commission de 2 o/o. Ceci prouve que nous nous trouvons en présence d'une émission faite selon le système du « Robinet ».

Cet emprunt fut une des raisons de celui de 1905, qui, portant intérêt à 4 o/o, visait le remboursement de ceux de 1904, celui de mai et celui de novembre. La partie réservée à la France fut émise par Rothschild frères au prix de 89,90 o/o, ou 90,34 pour les titres à libérer par versements successifs jusqu'au 30 mai 1906.

Dans ce nouvel emprunt faut-il voir une adjudication à la maison Rothschild ? Peut-être : les clauses du contrat survenu entre les représentants du Japon

et la maison Rothschild n'ayant pas été officiellement connues. Ce qui le ferait supposer, c'est que le bruit courut qu'un syndicat prit à 86  $\frac{3}{4}$  la partie de l'emprunt japonais réservée à l'Allemagne ; dès lors il serait assez naturel de penser que le Japon aurait procédé de la même façon avec la maison Rothschild. D'un autre côté il est très probable que le taux d'émission fut fixé par le gouvernement japonais ce qui indiquerait assez que le rôle joué par la banque dans cet emprunt ne serait qu'un rôle de commissionnaire, et que le Japon resterait l'émetteur réel et direct.

Malgré tout ce procédé dit « du Robinet », ainsi que celui du marché de gré à gré, sont et resteront des modalités qui ne sont pas applicables indifféremment à tous les emprunts.

S'il s'agit de l'émission d'un gros emprunt, il faut recourir nécessairement à un système qui permette aux spéculateurs de la Bourse d'intervenir. Deux systèmes se présentent : celui de la souscription publique et celui de l'adjudication.

Or à notre époque il faut reconnaître qu'avec des dépenses toujours croissantes les Etats doivent presque toujours ranger les emprunts, si peu importants soient-ils relativement, dans la catégorie des gros

emprunts. Dès lors les systèmes d'émission se réduisent à celui de la souscription publique et à celui de l'adjudication.

Il est très intéressant de remarquer que ces deux procédés ne sont pas toujours strictement et fidèlement suivis. Ils se combinent souvent et arrivent à former non seulement des souscriptions-adjudications dont nous avons fait un système particulier, mais encore comme nous le verrons des « adjudications-souscriptions » plus ou moins adjudications, plus ou moins souscriptions : ils se fondent même ensemble dans la pratique, car la souscription publique peut très souvent être en réalité assimilée à une adjudication, au moins sous un certain rapport. C'est toujours au plus offrant, soit par l'élévation du taux, soit par l'importance du chiffre de la souscription, que l'emprunt échoit au moins proportionnellement. Le caractère nettement fictif des grosses souscriptions le prouve clairement.



## Deuxième Partie

### De la Souscription publique

---

La souscription publique à proprement parler est le procédé par lequel l'Etat supprime le plus souvent l'intermédiaire entre lui emprunteur et le capitaliste. Je dis à proprement parler, car dans la pratique actuelle il arrive souvent qu'il y ait souscription publique apparente, alors qu'en réalité il y a eu un contrat passé auparavant entre l'Etat et de grosses maisons de banque.

Citons un exemple : le 22 janvier 1902 eut lieu la souscription publique d'un emprunt impérial allemand de 115 millions de marks qui fut plusieurs fois couvert. A première vue il semble que dans cette émission le gouvernement avait écarté les intermédiaires et avait fait lui-même l'opération. Or, ceci est une

erreur absolue, car nous trouvons ici en présence d'un acte purement commercial de la part d'un consortium financier Bleichröder, Desconto Gesellschaft, Deutsche Bank, etc.. qui avait pris l'emprunt au taux de 89,20, ce qui laissait un bénéfice de 0,60 aux banquiers, car le prix d'émission de ce nouvel emprunt fut de 89,80. Il est rare de voir des émetteurs se contenter d'une rémunération aussi minime.

En somme, en cette circonstance, comme nous le verrons plus loin, on se trouve en présence d'une véritable adjudication à des banquiers.

La souscription publique proprement dite eut de nombreux partisans lors de son apparition en France en 1854. Pour la première fois le public était appelé à souscrire directement. La chose eut lieu du 14 au 25 mars. Fait curieux, on lui laissait le choix entre du 4 1/2 0/0 au taux de 92,50 et du 3 0/0 au taux de 65,25. Ce premier emprunt, qui ne fut pas tout-à-fait deux fois couvert, était de 250 millions, et fut suivi de deux autres qui furent respectivement de 500 et de 750 millions.

Ces trois emprunts furent-ils émis par une souscription publique dans un but économique ? Il est difficile de l'admettre, car la loi du 5 juillet 1855 décida l'emprunt de 750 millions et il fut élevé

à 780 millions pour frais éventuels de l'opération. Le résultat exact de la souscription fut de 779.459.425 francs.

Donc pour un emprunt de 750 millions la souscription publique, on le savait, imposerait à l'Etat une dépense d'environ 30 millions. Il est difficile de supposer que des banquiers intermédiaires entre l'Etat et le capitaliste souscripteur de cet emprunt, ne se seraient pas contentés d'un pareil bénéfice.

Ce n'est donc pas, selon nous, à un sentiment d'économie qu'il faut attribuer la faveur de ce nouveau système. Ce serait plutôt à une raison politique et démocratique tendant à généraliser, à répandre la rente chez le petit capitaliste, ou mieux encore dans le peuple. Ce qui le prouve c'est l'arrêté ministériel du 14 juillet 1855 qui déclara irréductibles les souscriptions de 50 francs de rente.

Il est évident que dans certains moments de gêne pour un Etat dont le crédit est très sûr, un sentiment patriotique peut pousser les capitalistes ayant des fonds disponibles à souscrire à un emprunt qui est indispensable pour porter remède à la crise financière de leur pays.

Si cet emprunt était garanti par un syndicat de banquiers, peut-être n'agiraient-ils pas de même.

Mais ce n'est là qu'un sentiment sur lequel il est dangereux qu'un Etat compte absolument.

La souscription publique a eu ses heures de gloire, témoin cet emprunt de 1855 qui fut quatre ou cinq fois couvert, témoin surtout l'emprunt de 1886 plus de vingt et une fois couvert, et l'emprunt de 1901 plus de vingt-quatre fois.

L'emprunt de guerre anglais émis en 1900, le « National war Loan » qui fut de 30 millions de livres sterling émis à 98  $1\frac{1}{2}$  0/0, et qui portait intérêt de 2  $\frac{3}{4}$  0/0 était remboursable au pair dix ans après, le 5 avril 1910. Les versements dont le premier n'était que de 3 0/0, furent répartis du 26 mars au 8 novembre. Cet emprunt fut un bel exemple de souscription publique faite dans un sentiment patriotique. Il était en lui-même une innovation, étant émis à prix fixe contrairement aux habitudes établies depuis les emprunts de Pitt. L'Angleterre avait, en effet, toujours recours à la soumission cachetée.

Or cet emprunt fut souscrit avec enthousiasme. Le jour même de la publication du prospectus, paraît-il, les demandes de la province arrivèrent pour 90 millions de livres sterling. Ce fut la Banque d'Angleterre qui reçut le plus de demandes, et Sir Michael Hicks-Beach put annoncer à la Chambre des com-

munes que le montant des souscriptions s'élevait à 335.500.000 livres sterling et que l'emprunt était plus de onze fois couvert.

Un an plus tard, en avril 1901, fut émis en Angleterre un emprunt de 60 millions de livres sterling, 30 millions furent pris ferme par un syndicat de banquiers de la cité et nous avons eu déjà l'occasion de parler de cette partie de l'emprunt. La Banque d'Angleterre fut autorisée à recevoir des souscriptions pour le solde de l'emprunt, c'est-à-dire pour 30 millions de livres sterling. L'emprunt fut fait en consolidés portant intérêt à  $2\frac{3}{4}$  0/0 jusqu'au 5 avril 1903, date à laquelle il fut abaissé à  $2\frac{1}{2}$  0/0. Le prix d'émission de ces consolidés, qui prenaient rang avec les anciens fonds anglais, fut fixé à 94  $\frac{1}{2}$  0/0. L'émission fut couverte sept fois et les souscriptions supérieures à 50.000 livres reçurent 12  $\frac{1}{2}$  0/0 de leurs demandes.

En 1901 fut voté un emprunt de 265 millions pour escompter l'indemnité de Chine, en dépit de l'opposition de la commission du budget qui n'admettait qu'une émission de 210 millions, c'est-à-dire d'un chiffre égal à la part d'indemnité réservée à l'Etat, aux fonctionnaires et aux particuliers, laissant

de côté la part réservée aux compagnies industrielles et aux missionnaires.

A partir du 21 décembre la rente 3 o/o nouvelle fut admise aux négociations à la Bourse au comptant et à terme.

Le prix d'émission fixé à 100 francs fut payable 15 francs en souscrivant, 24 francs à la répartition, 30 francs du 16 février au 2 mars 1902 (sous déduction d'un intérêt de 0 fr. 25), 31 francs du 16 au 30 mai 1902 (sous déduction d'un intérêt de 0 fr. 50).

La libération fut admise pendant la période de répartition ; elle donnait droit à un escompte de 3 o/o.

C'est la première fois qu'un emprunt français fut émis au pair et le succès de cette opération fut complet car il fut couvert presque vingt-cinq fois.

Il fut versé une garantie de 982.828.685 francs au trésor public alors que les 15 o/o exigés ne représentaient pour cet emprunt que 39.750.000.

Il est à remarquer que la marge était insignifiante entre le cours d'émission et les cours pratiqués à la Bourse sur l'ancienne rente 3 o/o à laquelle fut du reste assimilée la nouvelle rente dès la répartition qui eut lieu le 5 janvier.

Dans ces dernières années nous avons eu des

exemples de la souscription publique pure et simple sans aucun intermédiaire entre l'Etat et le capitaliste. Mais nous devons reconnaître que par rapport au nombre très considérable d'emprunts émis, ce sont de véritables exceptions, et que la tendance générale n'est nullement vers ce procédé d'émission, exception faite du nouvel emprunt prussien.

A quoi cela tient-il ? C'est que les avantages de ce système sont tout théoriques. Laissons de côté la question du sentiment patriotique dont nous avons parlé, qui justifie dans certains cas l'appel direct à la bourse des citoyens, et voyons uniquement l'intérêt économique au point de vue pratique. Le principal avantage à ce point de vue semble être le bénéfice résultant pour l'Etat de la suppression de l'intermédiaire. Or, les faits nous montrent que l'on ne peut le supprimer en réalité. Pourquoi ? Parce que lui seul a la connaissance exacte du marché qu'il peut du reste fausser en apparence parce qu'il est celui qui a le plus facilement les capitaux disponibles puisque c'est là son métier.

Le banquier, c'est-à-dire l'intermédiaire, peut facilement fausser le marché par la presse. La presse financière à notre époque est un des plus graves dangers qui tous les jours se renouvelle contre le

petit capitaliste. Une foule de petits journaux, organes payés par les intéressés, disent merveille de telle ou telle valeur pour arriver à la faire monter et permettre ainsi aux intermédiaires qui la détiennent de s'en débarrasser avec profit. Cette presse suit du reste tous les degrés de l'honnêteté ou plutôt de la malhonnêteté en descendant parfois jusqu'à l'escroquerie véritable.

D'un autre côté le ministre des Finances, qui peut n'être parfois pas très compétent en matière financière, a généralement le bon sens de ne pas s'en rapporter au cours de la Bourse pour fixer le taux d'émission d'un emprunt. Il consulte avec raison certaines personnes bien informées, pour savoir si les capitaux disponibles sont importants, si les acheteurs sont nombreux, deux conditions qui déterminent le succès de la souscription.

Mais quelles seront ces personnes bien informées? Les banquiers naturellement, les intermédiaires de l'adjudication s'il y en avait une. Dès lors ceux-ci chercheront à réaliser le bénéfice qui tend à leur échapper par la souscription publique et par leurs conseils parviendront à faire fixer le taux beaucoup plus bas qu'il pourrait l'être réellement.

Cet intérêt qu'ont les banquiers à faire fixer le

taux d'émission le plus bas possible est un des grands dangers de la souscription publique, auquel ne surent généralement pas échapper les Etats qui eurent recours à ce procédé d'émission.

Les banquiers souscriront pour de grosses sommes afin d'avoir un grand nombre de titres qu'ils écouleront ensuite avec bénéfices quand le « résultat » sera connu. Il pourront même vendre ce « résultat » ou cette promesse en Bourse avant que la souscription ne soit faite. •

Comme, en présence des grosses souscriptions des maisons de banque, chacun enfle sa souscription pour avoir aussi droit à quelques titres, on est arrivé à des souscriptions considérables : 43 milliards pour l'emprunt national de 3 milliards, 9 milliards pour l'emprunt de 220 millions de la Ville de Paris en 1875. Plus récemment, en 1901, l'emprunt de 265 millions de l'indemnité de Chine dont nous avons déjà parlé et qui fut émis à 100 francs, fut vingt-cinq fois couvert, mais il convient de remarquer que le succès de cette opération ne fut pas aussi fictif que ces chiffres pourraient permettre de le penser, car la marge entre le cours d'émission et les cours pratiqués à la Bourse était insignifiante.

Pour remédier un peu à cette augmentation, à ce

grossissement fictif des souscriptions on eut recours aux petites souscriptions irréductibles pour favoriser le petit capitaliste qui ne pouvait lutter contre les disponibilités des gros banquiers. C'est ainsi que pour les emprunts français en 1859, les souscriptions de 10 francs de rente, en 1863 les souscriptions de 6 francs, en 1868 les souscriptions de 5 francs, et depuis les souscriptions de 3 francs sont irréductibles.

Il résulte de ceci que la souscription publique n'est avantageuse que pour les souscripteurs d'unités ou les gros banquiers. Les autres capitalistes ne peuvent lutter et il est plus simple pour eux de payer le « résultat. »

L'irréductibilité des petites souscriptions a un autre avantage : elle facilite le classement de l'emprunt ; et c'est, croyons-nous, plutôt à ce sentiment qu'obéissent aujourd'hui les répartiteurs d'un emprunt quand ils favorisent les petites souscriptions. Nous verrons plus loin l'importance du classement d'un emprunt ; c'est sans doute une des raisons pour lesquelles la Prusse veut aujourd'hui se passer des banques et s'adresser directement aux caisses d'épargne et au public. Le Gouvernement Prussien déclare, en effet, que, pour ce nouvel emprunt, toutes les souscriptions sont réelles et que chacun recevra en fonds

d'Etat la somme qu'il aura souscrite et payée. Le montant de l'emprunt est donc indéterminé, ce qui est une véritable innovation.

Nous avons parlé de la facilité avec laquelle les Etats qui ont recours à la souscription publique fixent généralement trop bas le taux d'émission. En juillet 1900 fut placé à la Banque d'Angleterre, par souscription publique, un emprunt Indien de 3.000.000 de livres sterling 3 o/o faisant partie de l'emprunt général de 1897 émis au cours fixe de 95 1/2, ce qui était un taux extrêmement bas. Il est fort probable que le taux d'émission eût été beaucoup plus avantageux, au point de vue Indien, si l'emprunt avait été concédé à un consortium financier quelconque.

A notre époque nous croyons donc que la tendance économique de l'émission des emprunts ne va pas vers le système de la souscription publique. Sans doute on trouve encore des exemples de souscriptions publiques dans ces dernières années.

Inutile de rappeler l'émission des 265 millions de rente 3 o/o de 1901. En juin 1902 le ministre des Finances d'Espagne demandait au public 338.400.000 pesetas dont 1/3 était réservé aux obligations à court terme et l'emprunt fut seize fois couvert. Jusqu'en

1904, époque à laquelle il s'adressa à un consortium de banques, le gouvernement prussien eut également recours à ce procédé tout en ayant généralement un syndicat émetteur.

Si le procédé d'émission par souscription publique a pu avoir un certain succès, nous en trouverons surtout la cause, croyons-nous, dans ce fait que le nombre des fortunes moyennes s'est beaucoup accru et surtout que ces fortunes sont beaucoup moins immobilisées qu'autrefois.

C'est ce qui permet, surtout dans les pays riches, de réaliser rapidement un emprunt sans intermédiaires. Mais l'abondance des capitaux disponibles qui, nous l'avons dit, est absolument nécessaire au succès de la souscription publique ne suffit cependant pas pour l'assurer : il faut aussi que l'emprunt soit en quelque sorte populaire ; il faut que le crédit de l'Etat soit solide, que le public en un mot ait confiance dans l'emprunteur.

Malgré tout nous croyons que c'est avec beaucoup de vérité que M. Sayous a pu écrire en 1900 dans la *Revue d'Economie politique* :

« La presque totalité des Etats est dans l'obligation de s'adresser à des financiers lorsqu'ils veulent faire un emprunt, émettre des titres de rente. Ces

banquiers peuvent ne jouer sans doute que le rôle de commissionnaires ou de courtiers, de simples intermédiaires entre les Etats d'une part et de l'autre l'épargne disponible. Mais plus généralement ils se font marchands de titres, signent un marché qui tout à la fois procure immédiatement à l'emprunteur les sommes nécessaires, et permet aux émetteurs de réaliser de plus notables bénéfices. Un contrat est alors signé établissant nettement les obligations de s parties en cause, il ne reste plus qu'à faire infiltrer les titres dans le public ».



## Troisième Partie

### De l'adjudication pure et simple.

---

Lorsque l'Etat se sert d'intermédiaires pour émettre un emprunt il a recours, soit à un marché de gré à gré, soit à une adjudication avec ou sans concurrence, avec ou sans publicité.

Nous avons dit au commencement de cette étude que le marché de gré à gré, toujours très onéreux et un peu usuraire, devait être réservé à des cas très rares où le crédit public est tellement ébranlé que le gouvernement se trouve forcé de traiter avec une maison qui risquant beaucoup exige en revanche de grosses chances de gain. Dans la pratique beaucoup d'adjudications d'emprunts ressemblent fort à des marchés de gré à gré, car il est bien rare que les représentants des différentes banques se

réunissent afin qu'il soit procédé à une véritable adjudication. Dans la réalité les choses ne se passent généralement pas ainsi. Les représentants de nations qui doivent contracter un emprunt se mettent en rapport avec un certain nombre de grandes banques et discutent les conditions possibles de cet emprunt. Bien que théoriquement, il y ait là plutôt un marché qu'une adjudication, pratiquement cela revient au même, car il va de soi que la préférence est donnée à la banque ou aux banques qui offrent les meilleures conditions et se contentent du bénéfice le moins élevé.

Et puis une adjudication sans concurrence et sans publicité, bien qu'elle soit souvent un véritable marché de gré à gré, en diffère cependant par le sens général du vocable, car elle ne revêt pas comme un marché de gré à gré, l'aspect d'une opération plutôt usuraire. Qu'il nous soit permis de remarquer à ce propos qu'il n'y a pas à proprement parler de délimitation fixe entre les différents systèmes d'émission d'emprunts : depuis le marché de gré à gré jusqu'à l'adjudication avec concurrence et publicité, il y a une foule de degrés une foule de combinaisons.

L'adjudication pure et simple se distingue cependant nettement des autres systèmes, c'est-à-dire de la

souscription publique et de la vente aux guichets faite par l'Etat à ses risques et périls.

Quand l'Etat emprunteur à recours à ce mode d'émission, ayant adjugé à une maison de banque ou un syndicat de banquiers l'emprunt qu'il émet, il a l'avantage de voir l'emprunt partiellement ou intégralement placé, selon qu'il a procédé à l'adjudication d'une partie ou de la totalité de l'emprunt. Et c'est là un avantage énorme, car malgré la vulgarisation, je ne dis pas de la science financière, mais des renseignements financiers, peut-être même à cause d'elle, les capitalistes agissent dans leurs placements un peu à la façon des moutons de Panurge.

La faveur ou le discrédit s'attache à telle ou telle valeur avec une rapidité souvent bien peu justifiée : nous en avons vu des exemples dans la faveur dont ont joui tour à tour les fonds Russes et les fonds Japonais dans ces dernières années.

Cette remarque, du reste, n'est pas nouvelle. Dufresne Saint-Léon écrit dans ses *Etudes du Crédit public* : « J'ai vu quand j'étais dans l'administration un emprunt en rentes viagères rester deux ans ouvert sans succès. Quelques prêteurs se succédaient de loin en loin : l'argent n'arrivait pas. Pour la première fois des banquiers spéculèrent ; ils

demandèrent à souscrire pour la totalité de ce qui restait de l'emprunt ; leur proposition fut acceptée. Le trésor royal annonça que l'emprunt était fermé, qu'il ne recevrait plus d'argent du public. Aussitôt le public voulut de cet emprunt qu'il dédaignait la veille, et les banquiers souscripteurs lui vendirent plus cher parce que l'imagination s'échauffa » (p. 88)

Outre l'avantage très réel pour l'Etat d'avoir son emprunt garanti par la compagnie financière à laquelle il a été adjugé, il y a encore celui de pouvoir obtenir ordinairement de l'argent de suite. Les banquiers, en effet, ne se contentent pas de garantir l'emprunt, ils l'escomptent aussi souvent, au moins en partie, ce qui est très intéressant pour l'Etat emprunteur, lorsqu'il a besoin dans un bref délai de capitaux disponibles.

Reste à savoir s'il n'y a pas de graves inconvénients inhérents à ce mode d'emprunt. Si, comme l'a fort bien dit M. Leroy-Beaulieu dans son *Traité de la Science des Finances*, « le banquier intervient dans l'affaire comme un assureur et un escompteur », ce qui peut être très avantageux pour l'Etat, d'un autre côté toute peine mérite salaire, tout risque à supporter demande en retour chance de gain ; par conséquent on ne peut admettre que cette intervention

sera gratuite. Si elle n'est pas gratuite elle sera forcément onéreuse soit pour l'Etat, soit pour le capitaliste, puisque l'emprunteur et le prêteur sont seuls en cause. Il c'est là le gros reproche que l'on a fait à l'adjudication aux banquiers.

Mais, selon nous, pour résoudre le problème il faut séparer la question. Cette rémunération ou plutôt ces bénéfices seront-ils supportés par le capitaliste ou par l'Etat ? S'ils sont supportés par le capitaliste, il n'y a pas grand inconvénient. Le capitaliste, en effet, n'est pas forcé de prêter ; il ne prêtera que s'il y trouve, que s'il croit y trouver son avantage. De plus il a eu et il a encore l'occasion de prêter souvent sans intermédiaires, sans par conséquent avoir de charges à supporter : s'il ne l'a pas fait c'est qu'il préfère avoir la garantie qu'offre forcément un emprunt dont le placement est assuré par les banquiers adjudicataires, car si ceux-ci n'avaient pas eu confiance dans l'emprunt, tout porte à croire qu'ils n'en auraient pas pris la responsabilité.

Si, au contraire, les bénéfices de l'intermédiaire devaient être supportés par l'Etat cela serait plus grave. Car l'Etat, lui quand il emprunte, y est généralement forcé, en tous cas empruntant il devrait l'être, et dans cette situation il n'a pas le choix, il

doit s'incliner devant les conditions du capitaliste si dures soient-elles. Si l'Etat devait supporter cette charge, il pourrait avoir encore cependant avantage à recourir à un intermédiaire, si cet intermédiaire lui obtenait des conditions plus avantageuses, et si le bénéfice, retiré par le banquier dans l'opération, était moindre que celui réalisé par l'Etat qui aurait recours à son entremise. Ceci est logique et nous ne croyons pas qu'il y ait économie pour l'Etat à supprimer l'intermédiaire ; car presque toujours, dans la crainte de ne pas voir l'emprunt souscrit, il fixe trop bas le taux d'émission et fait par conséquent une opération déplorable.

Témoin, exemple déjà cité, cet emprunt indien de 3.000.000 de livres sterling placé à la Banque d'Angleterre en juillet 1901 émis au cours fixe de 95 1/2, taux extrêmement bas. Si laissant de côté pour un instant les emprunts d'Etat, nous prenons un exemple parmi les emprunts de ville, il sera plus concluant encore : les emprunts de la ville de Paris de 1874 et 1876, s'il faut en croire M. Leroy-Beaulieu, furent placés 2 ou 3 o/o au-dessous du cours possible d'émission.

Quant au contraire l'Etat procède à une adjudication la concurrence peut être plus ou moins appa-

rente, mais elle n'en existe pas moins, et il arrive que cette concurrence fait monter les offres des différentes banques ou syndicats financiers au mieux des intérêts de l'emprunteur. C'est ainsi qu'un journal financier a pu dire à propos de l'emprunt de rente Saxonne de mai 1902 que la concurrence des banques fut des plus vives, et que le syndicat émetteur dirigé par la Dresdner Bank, qui prit l'emprunt au cours d'option de 90,10 o/o, n'a obtenu l'option qu'après avoir élevé son offre à la dernière limite.

Dans d'autres emprunts nous voyons les banques se contenter d'un bénéfice vraiment bien faible, témoin l'emprunt impérial allemand de 1902 qui fut cédé à un consortium financier Bleichröder, Disconto Gesellschaft, Deutsche Bank, etc., au prix de 89,20. Le prix d'émission fut fixé à 89,80 par le syndicat qui procéda à une souscription publique le 22 janvier.

L'opération lui laissait donc une rémunération de 0 fr. 60. A cette époque le cours du consolidé allemand était aux environs de 90,50 à la Bourse de Berlin. Peut-on supposer qu'une souscription publique faite directement par l'Etat eût été plus économique ?

Assurément non, car tout porte à croire que l'Etat

procédant lui-même à la souscription publique n'aurait pas fixé le taux à 89,80 dans la crainte d'un insuccès; et, de plus les dépenses nécessitées par une émission de ce genre auraient été bien supérieures aux bénéfices des banquiers. Rappelons à ce sujet un vieil exemple de souscription publique, celle de 1855. Pour les frais éventuels de cette opération il fut voté en effet un crédit de 30 millions par la loi du 5 juillet. Comme l'emprunt était de 750 millions, ceci représentait 4 o/o de la valeur totale de l'emprunt. Nous sommes loin du bénéfice des banquiers, qui dans l'opération allemande de 1902 ne fut même pas de 0,70 o/o.

L'année précédente, en 1901, avait été émis un autre emprunt allemand de 300 millions de mark, qui, pris ferme à 86,80, avait été émis en souscription publique à 87,50, ce qui ne laissait pas au syndicat adjudicataire un bénéfice beaucoup plus élevé.

Tout nous indique donc que l'adjudication à des banquiers est un procédé d'émission économique et avantageux. L'adjudication d'un emprunt à une maison de banque est du reste chose en somme fréquente dans l'histoire financière des nations. Seulement le plus souvent l'adjudication, acte principal de l'émission, est suivie d'une souscription publique,

ou d'une vente aux guichets, comme nous le verrons plus loin, ce qui permet aux adjudicataires d'écouler les titres qui leur ont été concédés.

Ne nous occupant que des émissions de ces dernières années, nous trouverons un exemple d'adjudication en 1904. Le gouvernement prussien, après avoir crié hautement qu'il ne procéderait à aucun emprunt dans l'année, passa de la main à la main à un consortium de banques 70 millions de mark de consolidés prussiens 3 o/o. C'était la première fois que la Prusse abandonnait la souscription publique et se procurait des fonds par ce moyen. En apparence, au moins, ceci ressemblait fort à un marché de gré à gré. Mais tout porte à croire que l'Etat ne traita pas avec ce syndicat financier, avant d'avoir sondé les intentions d'autres banques au sujet d'un emprunt de ce genre pour le faire aux meilleures conditions possibles.

En 1900 le gouvernement hongrois décida de remédier aux embarras financiers de la situation intérieure par un emprunt de 130 millions de couronnes.

Sans tenir compte de la situation du marché extérieur en papier hongrois, le ministre des Finances, sans enquête ni avis préalable paraît-il, s'entendit

avec le représentant d'un groupe Rothschild appuyé par la Disconto Gesellschaft, la Darmstadter Bank, les banques Bleichröder et Mendelsohn.

Le groupe acheta ferme 70 millions de couronnes et pris le reste à option.

Le type fut du 3 1/2 0/0. Le groupe Rothschild, profitant de ce que les fonds d'Etat allemands étaient bien tenus, plaça facilement la partie de l'emprunt hongrois qu'il avait pris ferme et qu'il offrait à un taux plus bas. Il émit le reste de l'emprunt bientôt après : 30 millions de couronnes d'option qui lui avaient été consenties dès le début des négociations.

Le prix d'achat ne fut pas officiellement connu, mais tout porte à croire qu'il fut inférieur à 90 fr. C'est peut-être cet emprunt hongrois, dans ces dernières années, dont la concession sous forme d'adjudication est la plus discutable. D'après les renseignements financiers de l'époque en effet, cette opération ressembla fort à un marché de gré à gré, avec toutes ses conséquences, entre le représentant des finances hongroises et le représentant du groupe Rothschild.

Parfois l'adjudication à des banquiers peut ne pas être avantageuse pour l'Etat emprunteur. C'est ainsi qu'en 1904 un contrat passé entre le ministre des

Finances du Mexique et un syndicat de banques composé de la maison Speyer et C<sup>o</sup> de New-York, de la Deutsch Bank de Berlin, de la Banque nationale du Mexique, aboutit à concéder à ce syndicat un emprunt de 40 millions de piastres au prix net de 89 0/0.

Cet emprunt était destiné au remboursement des bons du Trésor qui arrivaient à échéance en 1905 et en 1906 et à l'accomplissement de certains travaux publics ; il est remboursable en cinquante ans et les titres portent intérêt à 4 0/0.

Or cet emprunt fut émis en deux tranches, une en octobre 1904 sur le marché de New-York au prix de 93 1/2 0/0. La seconde en décembre de la même année à Londres au prix de 94 0/0. Ces cours indiquent, puisqu'ils sont à 4 1/2 ou 5 0/0 au-dessus du taux auquel l'emprunt fut concédé, que le Mexique fit à cette occasion une mauvaise affaire.

Le Conseil national de Suisse, dans sa séance du 26 mai 1903, vota un emprunt de 70 millions par 92 voix contre 0. Cet emprunt fut pris par un syndicat de banques françaises et suisses au cours de 97 1/2 0/0.

Cet emprunt, qui rapportait 3 0/0, devait être employé à convertir ou à rembourser les emprunts

fédéraux 3 1/2 1889, 1892 et 1894. Le syndicat se composait du Crédit Lyonnais, de la Banque de Paris et du Crédit Suisse, de la Bankverein, de la Banque commerciale de Berne, de l'Union financière de Genève, de la Banque fédérale, du Syndicat des banques bernoises, cantonales vaudoises, zurichoises, neuchâteloises et soleureuses. Il émit le nouvel emprunt à 99,25 puisque les titres furent offerts au public au prix de 496,25 ce qui représentait un bénéfice de 1,75 0/0 pour le syndicat.

Les exemples d'émissions d'emprunts d'Etat par adjudication sont fort nombreux, comme nous le verrons plus loin à propos des modalités de l'adjudication ; mais elles sont presque toujours suivies soit d'une souscription publique, soit d'une vente aux guichets des syndicats financiers ou des banques adjudicataires, à un taux déterminé.

Les emprunts d'Etat, même les moins, importants, représentent presque toujours des sommes trop considérables pour que les adjudicataires classent directement les titres dans leur porte-feuille financier, comme par exemple cela s'est fait pour une partie de l'emprunt intérieur russe 1905. Une dépêche datée du 23 mars de Saint-Pétersbourg fut envoyée à l'Agence Havas : « *La Gazette de la Bourse* annonce pour

aujourd'hui la signature de la convention d'un emprunt intérieur de 200 millions de roubles 5 o/o. Le taux d'émission est d'environ 96. L'emprunt est amortissable en quatre-vingt-un ans, 100 millions ont été achetés, 50 pris en commission par les banques, 50 acquis par les caisses d'épargne. » Cette dernière partie de l'emprunt fut évidemment l'objet d'une adjudication pure et simple, peut-être aussi la première dans une certaine mesure.

Que l'adjudication soit suivie d'une souscription publique ou d'une vente aux guichets, ceci ne change généralement pas la nature de l'acte, et le procédé d'adjudication n'en subsiste pas moins, mais ce ne sera peut-être plus selon nous une adjudication pure et simple. Comme nous l'avons dit, nous nous plaçons plutôt au point de vue de la pratique que de la théorie. Or, pratiquement, dans le cas où une adjudication à des banquiers est suivie, même sous leur responsabilité, par une souscription publique ou une vente aux guichets selon le procédé dit du « Robinet », la nature intrinsèque de l'acte d'adjudication ne change pas, il est vrai, mais au point de vue du gros public l'opération est différente. Pénétré de cette idée que la souscription publique et, même souvent, le système du « Robinet » sont des

procédés employés par l'Etat lui-même à ses risques et périls, il voit dans cette émission une méthode différente. Et, comme nous le dirons plus loin cette compréhension spéciale du procédé d'émission, théoriquement fausse, il est vrai, puisqu'évidemment elle dénature un peu l'acte, pratiquement doit être largement prise en considération, car c'est d'elle que peut dépendre en grande partie le succès des emprunts.

C'est ainsi que nous croyons pouvoir dire que l'adjudication des emprunts à des banques ou à des syndicats financiers, théoriquement pure et simple, revêt pratiquement certaines modalités, ou plutôt est suivie de certaines modalités, qui font qu'elle n'est plus aux yeux de la masse des capitalistes une adjudication ordinaire.

## Quatrième Partie

### Des Modalités de l'Adjudication

---

Ce ne sont certes pas les emprunts qui ont manqué dans ces dernières années : la liste en est longue et bien peu d'Etats ont pu échapper à la nécessité d'avoir recours au crédit public. Mais ils se sont rarement arrêtés purement et simplement à un des systèmes d'émission que nous avons vus.

Au premier abord on serait tenté de croire que c'est la souscription publique qui a eu les faveurs du plus grand nombre. Partout il n'a été question que d'émissions d'emprunts à telle ou telle date, tant de fois couverts, et ainsi répartis, et cependant de ces emprunts nous n'avons pas parlé quand il était question de la souscription publique. Pourquoi ? C'est parce que ce n'est pas l'Etat qui procède directement à cette souscription, ce sont les banquiers ou

les syndicats adjudicataires, qui se substituent en quelque sorte à l'Etat et qui se servent de ce moyen pour écouler dans le public les titres de l'emprunt qui leur a été adjugé. Au moment où la souscription publique est ouverte, l'émission de l'emprunt est en réalité complètement terminée : c'est l'adjudicataire qui est le premier détenteur de la totalité de cet emprunt. La souscription, à laquelle il est procédé à ses risques et périls, n'est plus qu'un moyen pour vendre la marchandise qu'il possède ; c'est une vente à prix fixe et les amateurs sont parfois si nombreux que la marchandise est loin de suffire aux demandes et doit être répartie entre tous.

L'acte principal dans ce procédé d'émission n'est donc pas la souscription publique. Serait-ce l'adjudication à la maison de banque ou au syndicat financier ? Oui certainement si, comme nous l'avons exposé lorsqu'il s'est agi de l'adjudication pure et simple à des banquiers, ceux-ci se portent garants de l'emprunt. Peu importe qu'ils escomptent ou qu'ils n'escomptent pas cet emprunt, si en réalité il est pris ferme, il y a adjudication.

Mais souvent, dans la pratique, par suite de la diversité des combinaisons financières modernes, ils ne prennent pas la responsabilité de l'emprunt ; ils

se chargent simplement de l'émettre moyennant une commission, assez minime généralement, ce qui est beaucoup plus économique pour l'Etat emprunteur. Nous avons vu en effet le prix fabuleux que coûte généralement à l'Etat une émission par souscription publique faite par ses propres moyens.

Le syndicat qui s'est chargé de l'opération peut aussi prendre parfois à un prix inférieur, le reste de l'emprunt qui n'aurait pas été placé par la souscription publique. En mai 1902 les banques associées de Paris, Vienne et Berlin ont levé le solde des options de la rente serbe, ce qui dégagea entièrement la partie de la dette flottante représentée par les créances de ces banques.

Il est très difficile de classer les diverses modalités d'emprunts pour deux raisons. D'abord chaque émission a ou peut avoir ses particularités propres qui la rendent un peu différente de telle autre émission dont le procédé a été en apparence complètement identique. Ensuite ces particularités, qui font généralement l'objet de clauses spéciales dans le contrat survenu entre les parties sont rarement officiellement connues. Elles ne regardent du reste pas les tiers.

Voilà pourquoi on ne peut dire que toute sous-

cription publique faite par des maisons de banque ou des syndicats financiers doit nécessairement se ramener à une adjudication pure et simple.

Et puis laissant pour un instant de côté la nature intrinsèque de l'acte d'émission, considérons un peu ce qui se passe en réalité et qui a bien son importance dans une étude de ce genre qui vise avant tout, non la théorie mais les faits. Pour le public souscripteur quel est pratiquement l'acte principal ? Sans aucun doute la souscription publique ; et c'est pour cela que nous croyons pouvoir joindre au procédé de l'adjudication le procédé de la souscription publique en en faisant une sorte « d'adjudication-souscription », le mode d'émission le plus répandu aujourd'hui pour les gros emprunts d'Etat. Dans cette appellation que nous désirons de sens large, nous faisons rentrer également la souscription publique faite par les banques sans que celles-ci la garantissent.

L'opération financière de l'émission, sinon l'emprunt lui-même, a en effet été l'objet d'une adjudication, souvent même avec concurrence, car l'Etat emprunteur aura généralement choisi la banque ou le syndicat financier se contentant du bénéfice le plus petit.

C'est ce qui s'est passé pour un emprunt Brésilien de 5.500.000 livres sterling émis à 90 o/o par la maison Rothschild de Londres et qui faisait partie d'un emprunt de 8.500.000 livres sterling autorisés pour les travaux du port de Rio-Janeiro.

Cette émission n'eut lieu qu'à Londres, et la maison Rothschild, après avoir offert de l'émettre seulement à 85 o/o, arriva à 90 et diminua même ses commissions.

Cet emprunt était garanti par des droits et des taxes d'amarrage, d'emmagasiner, de chargement, etc.

Peut-être cette façon de considérer les choses, qui nous fait classer ensemble des opérations financières garanties et non garanties par les banques intermédiaires, semblera-t-elle un peu large, mais nous y sommes obligé par les faits : pratiquement, et aux yeux du public, la distinction étant fort difficile, parfois même impossible à faire, à cause du mystère qui plane sur les clauses des contrats passés entre les Etats emprunteurs et les banques. Et ceci, d'une façon voulue généralement et qui s'explique facilement par l'intérêt que peuvent avoir les contractants à cacher leurs conventions. C'est parfois à cette discrétion réciproque que peut être dû le

succès d'un emprunt. Si, en effet, on savait par exemple que tel emprunt est placé par une banque moyennant une commission assez forte, certains capitalistes pourraient penser que le placement n'est peut-être pas de tout repos : autrement la banque aurait probablement pris l'emprunt ferme ; il serait possible que cette réflexion les détournât de la souscription.

Si, au contraire, le taux d'achat ferme d'un emprunt par un syndicat financier arrivait à la connaissance du public, et si ce taux était notablement inférieur au prix d'émission, le même phénomène pourrait se produire, non plus pour la même raison, mais parce que le public, voyant les bénéfices des banquiers, exagérés selon lui, refuserait de souscrire à l'emprunt ne le trouvant pas assez avantageux.

On voit donc que dans la réalité des faits le résultat est le même, soit qu'il y ait marché ferme, soit qu'il y ait opération financière seulement rétribuée. Cette appellation large « d'adjudication-souscription » unissant deux procédés dont l'un ou l'autre sont théoriquement, et tour à tour, l'acte principal de l'émission, a l'avantage de réunir sous sa dénomina-

tion les émissions dont la nature est difficile à déterminer.

C'est comme nous le disions tout-à-l'heure ce procédé d'émission par « adjudication-souscription » qui a eu le plus de faveur ces dernières années quand il s'est agi de gros emprunts d'Etat.

Ainsi la Russie y eut recours dans l'emprunt 4 o/o 1901. Cet emprunt fut émis en exécution d'un contrat survenu entre le ministre des Finances de Russie et un syndicat de banquiers à la tête desquels se trouvaient MM. Rothschild frères. La souscription fut ouverte le 22 mai chez Rothschild et le prix d'émission fut fixé à 98 1/2 o/o, c'est-à-dire à 492,50 par titre de 500 francs.

Une particularité intéressante de cette émission était que les souscripteurs de titres libérés pouvaient être favorisés à la répartition. C'est ce qui eut lieu ; l'emprunt eut un grand succès ; les souscripteurs des titres libérés reçurent 15 o/o de leurs demandes, ceux de titres non libérés 2 1/2 o/o seulement.

L'emprunt était fait pour rembourser au trésor impérial Russe les sommes versées en 1900 à titre d'avances à des compagnies de chemins de fer Russes, ainsi que pour faire de nouvelles avances.

L'emprunt de 843.750.000 roubles autorisé par

oukase impérial du 4/17 avril 1906 fut émis selon le même procédé. Ce très gros emprunt représentant une somme de 2.250.000.000 de francs fut émis en souscription publique, 1.200 millions en France, 500 en Russie, 330 en Angleterre, 165 en Autriche, et 55 en Hollande.

Il convient de remarquer à ce sujet que le taux d'émission ne fut pas le même dans chacun de ces Etats. C'est ce qui prouve l'utilité d'étudier les circonstances avant de le fixer. Les impôts dont peuvent être grevés les emprunts d'Etat dans tel ou tel pays, et aussi le taux de l'argent, c'est-à-dire l'abondance des capitaux disponibles, sont des facteurs que l'on ne peut négliger sans compromettre le succès de l'emprunt.

En ce qui concerne cet emprunt Russe de 1906 le taux d'émission, pour la partie réservée à la France, plus de la moitié de la somme globale fût fixé à 88 o/o ou 440 francs par obligation de 500 francs. Comme il avait été pris par les banques au cours de 83,50 l'opération leur laissait un assez joli bénéfice. Il est vrai qu'il y avait de grands risques à courir. Le crédit de la Russie était déjà un peu ébranlé. La souscription eut lieu à la Banque de Paris et des Pays-Bas, au Crédit Lyonnais, chez M. Hot-

tinguer et C<sup>ie</sup>, au Comptoir National d'Escompte de Paris, à la Société Générale, au Crédit Industriel et Commercial. Son succès fut considérable, les souscripteurs ne reçurent que 1 0/0 de leurs demandes.

Nous ne saurions parler des emprunts Russes sans dire un mot des emprunts Japonais. En juillet 1905 le Japon empruntait 30 millions de livres sterling à 4 1/2 0/0, un tiers à Londres, un tiers à Berlin et le dernier tiers, c'est-à-dire 10 millions de livres sterling, à New-York.

Cet emprunt fut garanti par un privilège sur les revenus nets annuels du Monopole des Tabacs, immédiatement après celui de l'emprunt de 30 millions de livres sterling portant également intérêt à 4 1/2 0/0, émis en mars 1905 à Londres et à New-York. L'émission de ces deux emprunts eut lieu au cours de 90 0/0.

L'emprunt de juillet 1905 fut plusieurs fois couvert. La garantie était du reste excellente, le revenu du monopole des Tabacs ayant été pour l'année 1905 1906 de 32 millions de yens (soit 3.268.000 livres sterling) et le service des intérêts des deux emprunts à 4 1/2 ne demandant que 2.720.000 livres. Le succès de l'emprunt Japonais fut surtout remarquable en Allemagne.

En France également en 1905 fut émis un emprunt de 12 millions de livres sterling de capital nominal de rente japonaise 4 0/0. Cet emprunt faisait partie d'un emprunt de consolidation de 455 millions de yens (50 millions de livres sterling) autorisé par les lois n° 1 du 29 mars 1904, n° 12 du 1<sup>er</sup> janvier 1905 et par le décret n° 241 du 25 novembre 1905.

Sur ces 50 millions de livres sterling on émit d'abord 12 millions en France, 13 aux Etats-Unis, en Angleterre et en Allemagne. La seconde moitié de l'emprunt 25 millions de livres sterling était destinée à l'échange ou au remboursement d'emprunts 6 0/0 placés à Londres et à New-York en mai et novembre 1904. L'emprunt Japonais de 290 millions de francs émis en France en souscription publique au commencement de 1907 par les grandes banques, syndicat émetteur à la tête duquel se trouvait la Maison Rothschild, faisait partie de cet emprunt autorisé par les lois de 1904.

Avant de donner quelques détails sur les emprunts Serbe et Bulgare dont l'émission a été assez compliquée ces dernières années, rappelons que deux emprunts de l'Etat de Sao-Paulo, l'un en 1905, l'autre en 1907, furent émis en souscription publique par l'intermédiaire de grandes banques. L'emprunt

de 1905, dont 60 o/o étaient réservés à l'Allemagne et émis par la Dresdner Bank, fut pour la partie émise en France au taux de 98 o/o par la Banque de Paris et des Pays-Bas deux fois couvert. Fut également émis en souscription publique, par l'intermédiaire d'un consortium financier, à la tête duquel se trouvait la banque Russo-chinoise, l'emprunt chinois 5 o/o or d'un capital nominal de 40 millions de francs.

Nous pourrions encore citer l'emprunt des Chemins de fer helléniques, dont une partie (43.500 obligations) a été émise en souscription publique le 9 et 10 juin 1904 à Paris par le Crédit Algérien, l'emprunt 5 o/o or de l'Uruguay émis en 1906, l'emprunt ottoman 4 o/o émis en 1905, par un syndicat financier à la tête duquel se trouvait la Banque Impériale Ottomane.

En 1902 la Bulgarie procédait à un emprunt 5 o/o or gagé sur les droits des tabacs, il fut l'objet d'un contrat survenu entre le Gouvernement princier de Bulgarie, la Banque de l'Etat de Russie et la Banque de Paris et des Pays-Bas ; il fut émis en souscription publique le 23 septembre au prix de 90 o/o. L'emprunt constituait un engagement direct de l'Etat ; il était en outre garanti spécialement, et par

préférence, par le produit de l'impôt des banderolles de tabac (impôt de consommation), et subsidiairement par le produit de l'impôt du « Mourourié » (impôt de fabrication).

Un nouvel emprunt Bulgare fut émis en 1904 et en 1905 d'un capital nominal de 100 millions. En 1904, 160.000 obligations de 500 francs furent émises par un syndicat de banquiers à la tête duquel se trouvait la Banque de Paris et des Pays-Bas au prix de 447,50. Les souscripteurs ne reçurent que 10 ou 12 0/0 de leurs demandes. Le solde de l'emprunt, 40.000 obligations, fut émis en 1905 au cours de 475.

Enfin en 1907 le Ministre des finances de Bulgarie et M. Tinettini, directeur de la Banque de Paris et des Pays-Bas, signèrent un contrat d'emprunt qui fut ratifié par le Sobranié. Il fut de 290.000 obligations de 500 francs émises à 450 francs, et il eut un plein succès. Les souscriptions de 1 à 4 titres furent servies intégralement, celles de 5 à 12, reçurent 5 titres, et au-dessus, 40 0/0 de leurs demandes.

Deux emprunts serbes nous intéressent particulièrement. Celui de 1902-1903 5 0/0 or dit des Monopoles émis avec beaucoup de difficultés par l'intermédiaire d'un consortium de banques. La sous-

cription publique fut faite le 26 février 1903 au taux de 90 o/o. L'emprunt fut plusieurs fois couvert. Un succès encore plus grand était réservé à l'emprunt 4 1/2 de 1907 émis le 9 février et offert à 94 o/o.

Enfin nous devons remarquer que presque toujours les colonies et les protectorats Français eurent recours à cette méthode d'émission, témoin les emprunts du gouvernement de l'Indo-Chine, de Madagascar et de l'Algérie, etc.

Si quand il s'est agi de gros emprunts les Etats ont eu généralement recours, comme nous venons de le voir, à l'adjudication-souscription, il n'en a pas été toujours de même quand il s'est agi de petits emprunts.

La souscription publique, qu'elle soit faite par l'Etat lui-même, ou par l'intermédiaire qui agit pour le compte de l'Etat, ou même qui a recours à ce procédé pour écouler les titres qu'il a pris ferme, la souscription publique, disons-nous, n'en conserve pas moins ses avantages et ses inconvénients.

Nous avons vu que le danger inhérent à ce système était la fixation trop bas du taux d'émission ; c'est même pour tourner cette difficulté, que certains financiers crurent pouvoir avoir recours à la souscription-adjudication. Quoi qu'il en soit, pour

certaines emprunts, généralement de moindre importance, les États et surtout les banques, crurent devoir laisser parfois de côté la souscription publique sous toutes ses formes. Les banques et les syndicats financiers écoulent les titres qu'ils prennent ferme par la vente au guichet, c'est-à-dire selon le système du « Robinet ». Moyen beaucoup moins expéditif mais qui permet de fixer à un taux plus élevé le prix d'émission.

Comme lorsqu'on se trouve en présence d'une souscription publique, il peut se faire, que l'emprunt, qui est écoulé aux guichets d'une banque selon le système du « Robinet », ne soit pas pris ferme par cette banque, et que celle-ci touche simplement une commission pour cette opération financière.

Dans la pratique il est difficile de faire cette distinction bien que les deux cas soient dans leur essence absolument différents, puisque dans le premier on se trouve en présence d'une adjudication, et dans le second, d'une émission faite selon le système du « Robinet ».

Le plus souvent, du reste, la nature de l'acte reste cachée au public ; les parties n'ont aucun intérêt à dévoiler les clauses du contrat, qui ne regarde qu'elles et qui ne sauraient utilement intéresser les tiers, au

contraire. A ce propos nous pouvons répéter ce que nous avons dit au sujet des souscriptions publiques faites par les banques sans que ces banques garantissent l'emprunt. Si la vente aux guichets est faite par une banque ou un syndicat financier moyennant une commission, cela n'empêche pas qu'il soit tout de même procédé à une sorte d'adjudication ; seulement, ce n'est pas alors l'emprunt lui-même qui est concédé à telle ou telle maison, mais bien l'opération financière par laquelle cet emprunt sera écoulé dans le public.

En tous cas ces adjudications suivies de ventes aux guichets sont rares, surtout en comparaison des adjudications suivies de souscriptions ; ce procédé ne peut s'appliquer qu'à de petits emprunts comme l'emprunt complémentaire des chemins de fer Helléniques du montant de 230.000 livres sterling placé à Londres et à Paris par le Crédit Algérien au commencement de 1905. L'emprunt Suédois de 1906 de 43.200.000 couronnes est un autre exemple d'émission sans souscription publique. Les titres furent placés à Paris au taux de 99 fr. 25 par la Banque de l'Union Parisienne, le Comptoir National d'Escompte et la Société Générale.

Cette méthode de la vente aux guichets faite par l'intermédiaire des banquiers est un procédé d'une

souplesse admirable qui peut s'adapter à bien des circonstances. Supposons, par exemple, une souscription publique pour la totalité d'un emprunt. Il peut se faire qu'une grosse partie de cet emprunt tombe par la répartition entre les mains d'une banque importante, qui n'a fait cette opération que pour remplacer les titres dans le public au moyen de ses nombreux guichets. Il n'y aura pas là émission, dira-t-on, il y aura vente pure et simple. Sans douter à proprement parler. Mais cela n'empêchera pas que vis-à-vis du petit capitaliste, si la somme souscrite est très importante le résultat sera le même que si la totalité de l'emprunt était émis aux guichets de la banque. Dans ce cas on se trouvera pour ains dire en présence d'une sorte d'émission à deux degrés.

## Cinquième Partie

### Considérations générales sur les emprunts récents

---

Nous avons beaucoup parlé des avantages de l'adjudication et de la concurrence entre les banques.

Il convient de remarquer cependant que cette concurrence est aujourd'hui assez limitée ; elle est limitée non pas dans le sens de son intensité, mais bien par le nombre des concurrents possibles. Les emprunts d'Etat étant généralement très importants, il est souvent difficile, sinon impossible, qu'une seule banque devienne concessionnaire de la totalité d'un emprunt ; et si elle le devient, elle n'en prend généralement pas toute la responsabilité, elle la partage avec un consortium financier qui concourra avec elle à l'émission. Le nombre des concurrents est donc

réduit, mais il n'en existe pas moins ; et, comme il suffit de deux concurrents sérieux pour que l'adjudication ait lieu dans les meilleures conditions, l'émission faite par ce procédé conserve toujours ses avantages.

Ce ne sont plus généralement des banquiers particuliers, mais des syndicats financiers qui concourent entre eux pour offrir aux emprunteurs les conditions les plus avantageuses. Plus puissant par leurs ramifications que les particuliers, ces consortiums de banques auront plus de facilités pour infiltrer les titres dans le public, pour arriver au classement de l'emprunt, but définitif auquel doit viser tout Etat qui se trouve dans la nécessité d'avoir recours au crédit public.

Et en effet le classement d'un emprunt apporte de la stabilité dans les cours. Toute dette flottante subit nécessairement les impressions de la Bourse, les variations de la spéculation. Si l'argent est rare, les banquiers détenteurs, pour s'en procurer, jettent sur le marché des paquets de titres, ce qui nécessairement fait immédiatement baisser ces valeurs.

L'Etat dont l'emprunt n'aura pas été classé verra donc ses titres manquer de fermeté, et lorsque, dans l'avenir, il aura à émettre un nouvel emprunt, il le

fera dans de moins bonnes conditions parce que ses fonds auront manqué de fermeté. Or tout Etat doit veiller à l'étendue de son crédit, plus encore que le particulier, son existence n'étant pas limitée.

C'est à ce non classement des emprunts Russes que doit être attribuée sans doute en partie l'avilissement des cours de 1905 et surtout de 1906. Aujourd'hui encore il reste, paraît-il, environ 300.000.000 de flottant : or ceci ne serait sans doute pas arrivé, si, lors de l'émission des emprunts Russes, on s'était préoccupé davantage de favoriser les petites souscriptions. Ce reproche doit s'adresser en particulier au président du conseil d'administration de la Banque de Paris et des Pays-Bas qui était absolument partisan de la répartition proportionnelle.

Les petites souscriptions irréductibles sont pourtant depuis longtemps en faveur auprès d'un grand nombre de financiers. Au commencement de 1907 les souscripteurs de une à quatre obligations de l'emprunt Bulgare reçurent la totalité de leurs demandes, tandis que celles qui dépassaient douze titres furent réduites à 40 o/o de leur montant. La répartition des souscriptions de l'emprunt de Sao-Paulo favorisa aussi les petites souscriptions. Aujourd'hui la Prusse émet un emprunt d'une

nature spéciale puisque son montant ne paraît pas devoir être fixé. Elle cherche avant tout à faire entrer directement les titres dans le portefeuille du capitaliste, ceux-ci ne devant pas être négociables avant un an. Ce procédé coupe évidemment court à toute spéculation, l'avenir nous dira peut-être quel succès lui aura été réservé.

A certains moments de notre histoire financière, on chercha à faciliter de toutes les manières les petites souscriptions. N'alla-t-on pas pour un emprunt de la Ville de Paris jusqu'à autoriser les souscriptions dans les bureaux de Poste. Dans d'autres circonstances les souscriptions par listes furent permises. Il est intéressant de remarquer que cette méthode qui consiste à favoriser les petites souscriptions dans une très large mesure, malgré le très grand avantage d'amener le classement de l'emprunt, ne doit pourtant pas être poussée à l'extrême pour deux raisons : d'abord elle complique énormément une souscription publique, ensuite, elle décourage les gros souscripteurs, les spéculateurs, et ceci peut être dangereux pour les emprunts importants, ne l'oublions pas, car ce sont eux surtout qui ont les capitaux disponibles.

Nous avons dit que tout Etat devait veiller à sa

réputation financière, car le jour où il a besoin d'emprunter, si son crédit est restreint, il ne trouvera à le faire que dans des conditions très désavantageuses ; quelquefois même les prêteurs lui feront complètement défaut.

Si grande que soit la confiance du public dans un fonds d'Etat cela n'empêche pas que le crédit de cet Etat subisse des variations souvent très fortes.

Aucune nation, même l'Angleterre, n'a pu conserver une stabilité financière absolue. Il est donc du plus haut intérêt pour un Etat, qui doit être nécessairement tôt ou tard acculé à l'emprunt, que son gouvernement choisisse le moment le plus opportun pour faire l'émission.

Il est fort possible que si, au début du conflit Russo-Japonais, la Russie s'était décidée à émettre un emprunt de deux milliards, au lieu d'une série d'emprunts successifs intérieurs et extérieurs, elle se serait procuré les capitaux nécessaires à cette expédition dans de bien meilleures conditions qu'elle ne l'a fait.

Il est vrai qu'une émission sur les marchés Anglais et Allemands avait peu de chance de réussir, mais peut-être des négociations habilement conduites avec des banquiers américains auraient-elles

amené ceux-ci à négocier sur la place de New-York une partie de l'emprunt. Leur intérêt, la situation actuelle le prouve, aurait été bien plutôt de soutenir la Russie que le Japon.

Il ne faut cependant pas oublier à ce propos que le marché Américain est un très mauvais marché de fonds d'Etat. Ces valeurs rapportent généralement moins que les valeurs industrielles, et elles sont plutôt réservées à notre place. Les Américains, comme les Allemands du reste, préfèrent mettre leur argent dans des entreprises plus risquées, mais capables de réaliser de plus gros bénéfices.

Malgré les combinaisons les plus avantageuses, les émissions d'emprunts coûtent généralement fort cher à l'Etat emprunteur, qu'il s'agisse de souscriptions précédées ou non d'une adjudication, garanties ou non garanties, qu'il s'agisse même d'une vente aux guichets, opération qui doit être considérée, lorsqu'elle est réalisable, comme la plus économique. Ainsi les grandes maisons de banque demandent généralement aujourd'hui, pour une émission selon le procédé dit « du Robinet » une commission qui peut aller à environ 7 fr. 50 par titre ; ce qui du reste n'est pas exagéré, quand on pense aux frais considérables de publicité, auxquels il faut ajouter

les frais de bureau et ceux de sous-commission qui sont généralement de 1 fr à 1 fr. 25.

Notons en passant que les guichets de la Société Générale ont dans le monde financier une réputation toute spéciale, qui se justifie du reste par les nombreuses succursales de cette Société, qui facilitent le placement des valeurs dans les petits portefeuilles.

La souscription publique est un procédé beaucoup plus onéreux encore, et on a cherché à réduire les frais considérables d'une pareille opération. C'est ainsi que le Crédit Lyonnais, qui a une clientèle très fidèle et très posée, a pu chercher à placer l'emprunt qu'il émettait directement, sans avoir recours en quelque sorte à la publicité et à une souscription effective.

Ceci prouve une fois de plus combien peuvent varier les procédés d'émission selon les temps et selon les hommes.

## CONCLUSION

Quelle conclusion tirer à la fin de cette étude ? C'est que rarement les Etats ont recours à un des procédés d'émission que nous avons énumérés en premier lieu exclusivement aux autres, au moins en apparence, ce qui, nous l'avons dit, au point de vue pratique, point de vue qui nous intéresse spécialement, est de la plus haute importance.

Souvent une souscription publique, ou une émission selon le procédé dit du « Robinet », c'est-à-dire de la vente aux guichets, a été précédée d'une sorte d'adjudication plus ou moins publique, avec plus ou moins de concurrence, ou tout au moins de négociations, qui font que cette émission ne rentre pas exactement dans un des quatre grands systèmes que nous avons énumérés, ne s'y conforme pas absolument. Nous nous trouvons le plus souvent en présence non pas de la souscription-adjudication chère à M. Leroy-Beaulieu, mais plutôt d'une sorte d'« adju-

dication-souscription » : la souscription publique, et aussi la vente aux guichets fournissent aux intermédiaires le moyen de placer l'emprunt. Elles écartent l'intermédiaire en apparence, ce qui leur permet peut-être de profiter de la faveur du public.

Le public, le public financier surtout, le petit comme le grand public, que désire-t-il avant tout ? Faire une bonne affaire, toute son ambition neuf fois sur dix se résume dans ces mots, que ce public du reste soit le gros financier ou le petit capitaliste. Or le raisonnement le plus simple amène chacun à penser que moins il y aura d'intermédiaires, moins il y aura de bénéfices à prélever, et meilleure sera l'affaire, plus avantageux sera le placement. Supprimons l'intermédiaire, voilà le mot d'ordre de l'acheteur et du vendeur de notre temps.

Cela est parfait, par exemple, lorsqu'il s'agit d'un petit producteur, mais, dès lors que le producteur est un gros industriel, il ne peut plus faire le détail de sa marchandise et il est obligé de recourir à l'intermédiaire. Faisant en gros, les frais généraux sont les mêmes, il produit à meilleur marché ; il doit donc trouver le moyen de vendre à meilleur compte que le petit producteur. Dès lors il pourra payer

l'intermédiaire, sans que pour cela il vende plus cher à l'acheteur que son faible concurrent.

Hé bien ce qui est vrai pour l'achat ou la vente d'un produit quelconque, l'est également pour la négociation d'un fonds d'Etat. L'Etat qui fait un gros emprunt, c'est lui qui est le gros producteur, il doit nécessairement pour voir cet emprunt couvert avoir recours à l'intermédiaire qui le placera en détail.

Cet intermédiaire peut du reste être rétribué, soit dans la personne des fonctionnaires, soit dans la personne des banquiers, ou ne pas être rétribué et prendre l'emprunt à un prix ferme pour l'écouler avec bénéfices autant que possible, mais en tous cas à ses risques et périls.

Il est intéressant de remarquer que ce n'est pas le capitaliste acheteur qui devra supporter la charge de l'intermédiaire, ce sera l'emprunteur.

Mais le capitaliste croit toujours payer la rente trop cher, il est comme le petit acheteur, et il trouvera par conséquent que c'est lui qui supporte la charge de l'intermédiaire. C'est ce qui fait auprès du petit capitaliste le succès de la souscription publique, ou souvent, en apparence, quand elle n'est pas

faite par l'Etat emprunteur lui-même, l'intermédiaire est supprimé.

Du reste dans l'intérêt même de l'Etat il n'est guère avantageux qu'il émette lui-même un emprunt en souscription publique si cet emprunt est important. Une pareille opération réclame un personnel spécial qu'il faut rétribuer, et nous avons vu à propos de l'emprunt de 750 millions autorisé par la loi du 5 juillet 1855 que cette rétribution n'est pas négligeable, puisque le législateur de cette époque l'a évaluée à 30 millions.

Dans les emprunts peu importants qui ne réclament pas des capitaux disponibles considérables, la souscription publique faite directement par l'Etat peut être avantageuse à condition que le prix d'émission ne soit pas fixé trop bas.

La spéculation n'a aucun profit à retirer d'un emprunt de ce genre, et la souscription publique peut amener le classement rapide de l'emprunt dans le public, ce qui est toujours très intéressant pour la fermeté et la bonne tenue d'un fonds d'Etat. Le nouvel emprunt Prussien va peut-être nous en donner un exemple.

Nous devons rappeler cependant que dans les emprunts de peu d'importance le procédé dit du

« Robinet » offre les mêmes avantages, et l'emprunt Prussien dont nous venons de parler, si ce n'est qu'il doit être souscrit en quelques jours, offre du reste les mêmes caractères qu'une vente aux guichets faite directement par l'Etat emprunteur.

Mais dans les gros emprunts l'Etat a toujours intérêt, même au point de vue économique, à se servir d'un intermédiaire ; il fera donc une adjudication avec ou sans publicité avec ou sans concurrence.

Tous les emprunts de ces dernières années sont là pour justifier notre affirmation. Mais, dira-t-on, un très grand nombre des émissions comportent une souscription publique. Sans doute, mais la souscription faite chez l'intermédiaire est devenue pour lui le moyen d'écouler avec bénéfices sa marchandise, autrement dit ses titres de rente, et de dissimuler justement ces bénéfices aux yeux du public qui les trouverait toujours trop importants.

Dans le genre d'émission qui nous occupe il faut avoir soin de distinguer : l'acte principal n'est pas la souscription publique, c'est l'adjudication à la maison de banque ou au syndicat financier. Néanmoins nous avons cru pouvoir dire que ce n'est pas non plus une adjudication pure et simple, car l'in-

termédiaire use d'un procédé qui dans son origine était employé par l'Etat lui-même.

Nous croyons après examen des faits qu'aujourd'hui la tendance générale des Etats pour l'émission des gros emprunts va vers ce que nous avons appelé l'« adjudication-souscription. »

Pour les petits emprunts qui ne réclament pas une grande quantité de capitaux disponibles, remplaçant la souscription publique par le système dit du « Robinet » nous pourrions faire les mêmes remarques. Pour eux aussi il arrivera le plus souvent qu'une vente aux guichets aura été précédée d'une adjudication; et une vente aux guichets, faite en apparence par un syndicat financier, pourra être en réalité faite par l'Etat lui-même, le syndicat prêtant ou louant ses guichets et son personnel à l'Etat emprunteur, mais ne prenant pas la responsabilité de l'emprunt : ce prêt ou cette location des guichets peut alors être seul l'objet d'une adjudication.

Quoi qu'il en soit, étant donné la généralisation des notions financières et la concurrence toujours grandissante qui existe entre les différentes maisons de banque et les syndicats financiers, il semble bien que pratiquement le système actuellement le plus en faveur, c'est-à-dire le système de l'adjudication,

dans le sens du mot le plus large qu'il soit possible, mitigé avec les systèmes de la souscription publique et du « Robinet » écarte les dangers du marché de gré à gré et permet d'émettre les emprunts d'Etat petits et gros aux conditions les plus avantageuses.

L'essence même de toute opération repose en effet à l'heure actuelle sur la rivalité qui existe entre les différents producteurs et les différents amateurs.

Tous les procédés d'émissions d'emprunts se ramènent en somme à un procédé type : l'adjudication, car c'est toujours au plus offrant, soit par l'élévation du taux, soit par l'importance de la somme souscrite que l'emprunt est concédé, au moins dans une certaine mesure. Cependant il ne faut pas exagérer dans la pratique des choses qui peuvent être théoriquement vraies, et il convient de remarquer avant tout, que chaque gouvernement, à la veille d'émettre un emprunt, doit s'inspirer des circonstances dans lesquelles cet emprunt sera fait. En 1905, l'Australie Occidentale émit à Londres un emprunt de 1.400.000 livres sterling 3 o/o au taux pourtant avantageux de 96,50 : il ne trouva pas de preneurs.

Un gouvernement, au lieu de s'arrêter à tel où tel système d'une manière définitive, doit donc le transformer, et l'adapter aux temps, aux lieux et aux usa-

ges, et surtout au crédit dont il jouit. C'est en effet le crédit d'un Etat auquel il faut nécessairement joindre l'abondance des capitaux disponibles, qui sont et resteront toujours les facteurs principaux du succès des emprunts.

## APPENDICE

### L'Emprunt Prussien de janvier 1908

Nous n'avons pu donner de détails sur l'emprunt Prussien du 5-14 janvier 1908 au cours de cette étude. Il nous paraît cependant utile d'en parler, car cette émission toute récente prouve une fois de plus, que les Etats pour leurs gros emprunts n'ont pas intérêt à se passer des intermédiaires. Disons tout de suite en effet que cet emprunt n'eut pas le succès qu'espérait le gouvernement Prussien.

Cet emprunt, émis en souscription publique directement, par l'Etat lui-même à ses risques et périls, était une expérience. Son montant était indéterminé, et c'était une raison majeure pour que l'opération ne puisse échouer complètement. Il y avait deux autres particularités : l'intérêt est dégressif, puisque, débutant à 4 o/o pour les dix premières années, il descendra ensuite de cinq en cinq ans de 1/4 o/o pour s'arrêter à 3 1/2 o/o en 1923 ; de plus, les souscriptions ne pouvaient être admises qu'avec engagement de ne pas négocier les titres pendant un an, soit par l'inscription dans le Livre de la Dette Publique, soit par le dépôt des titres. Cette obligation écartait nécessairement toute chance de spéculation.

Doit-on voir là la cause du peu de réussite de l'emprunt ? Faut-il la chercher plutôt dans le type 4 o/o avec réductions successives auquel le public n'est pas habitué, ou dans le taux élevé de l'émission 98 1/2 o/o : il est vrai que les consolidés Allemands 3 1/2 étaient aux environs de 94.

Quoi qu'il en soit, le montant des souscriptions déposées du 5 au 14 janvier à la Banque Royale de Prusse, qui seule était autorisée à les recevoir, fut de 75 millions de marks pour les inscriptions au Grand Livre de la Rente et de 106 millions pour les obligations. On ne saurait appeler cela un succès puisque le gouvernement Prussien avait, paraît-il, besoin d'environ 400 millions de marks. Il est permis de croire qu'un emprunt du type 3 1/2 avec l'intervention des banques aurait beaucoup mieux réussi.

---

Vu : le Président de la thèse,

AGLAVE

Vu : le Doyen,  
LYON-CAEN

Vu et permis d'imprimer :  
Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris

LIARD

## TABLE DES MATIÈRES

---

|                                                                               | Pages |
|-------------------------------------------------------------------------------|-------|
| Introduction.....                                                             | 5     |
| PREMIÈRE PARTIE. — Des différents procédés d'émission.                        | 9     |
| DEUXIÈME PARTIE. — De la souscription publique.....                           | 23    |
| TROISIÈME PARTIE. — De l'adjudication pure et simple..                        | 37    |
| QUATRIÈME PARTIE. — Des modalités de l'adjudication..                         | 51    |
| CINQUIÈME PARTIE. — Considérations générales sur les<br>emprunts récents..... | 67    |
| Conclusion .....                                                              | 74    |
| APPENDICE. — L'Emprunt prussien de janvier 1908.....                          | 82    |



